

学校编码: 10384

分类号: _____ 密级 _____

学号: B200111004

UDC _____

学 位 论 文

控制权转移、资产收购与公司业绩

Takeovers, Asset Acquisition and Corporate Performance

白 云 霞

指导教师姓名: 曲晓辉 教 授

申请学位级别: 博 士

专 业 名 称: 会 计 学

论文提交日期: 2004 年 4 月

论文答辩时间: 2004 年 6 月

学位授予单位: 厦 门 大 学

学位授予日期: 2004 年 月

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2004 年 4 月

厦门大学学位论文原创性声明

兹呈交的学位论文,是本人在导师指导下独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考的其他个人或集体的研究成果,均在文中以明确方式标明。本人依法享有和承担由此论文而产生的权利和责任。

声明人(签名):

年 月 日

摘 要

控制权转移对公司业绩的效应，多年以来一直是经济学家的一个重点研究课题，但国内外学者迄今对这一问题尚未形成定论。从实证研究设计的角度来看，有关研究结论分歧的主要原因有二：一是所选用的衡量业绩的指标不同；二是计量控制权转移引起的超常经营业绩所采用的方法不同。本文比较了衡量公司业绩的三种主要方法：市场价格、现金流量和会计利润，认为营业利润能更好地衡量公司业绩。但是，由于控制权转移引起的资产收购影响了营业利润对公司业绩的衡量，因此，本文以扣除所收购资产的贡献之后的营业利润作为业绩衡量的指标。计量控制权转移引起的超常经营业绩的主要方法有两种：行业调整法和配对调整法，本文分别采用这两种方法研究了控股股东变更后公司的业绩。研究发现，控股股东变更后的资产收购，尤其是向控股股东进行的资产收购，对变更后的业绩有显著影响。行业调整法研究结论表明，控股股东变更后扣除收购资产影响的公司业绩显著下降，但是，配对调整法研究结论却表明，控股股东变更后扣除收购资产影响的公司业绩并没有发生显著变化。本文进一步证明，行业调整法可以体现控股股东变更公司的业绩在行业中的状况，而配对调整法则体现了控股股东变更对公司业绩的真实影响。论文最后研究了影响我国上市公司控制权转移方式（有偿转让和无偿转让）的主要因素，发现有偿转让的公司在控制权发生变更之后更有可能购入合并资产。

本文的主要贡献：

1. 在业绩衡量指标上，采用了扣除所收购资产影响后的营业利润，从而使其能更好地衡量控股股东变更对公司真实业绩的影响。
2. 证明对我国上市公司控制权转移绩效的研究只适用配对法，普遍采用的行业调整法所得出的结论存在偏差。

3. 国内学者所发现的有偿转让公司的业绩比无偿转让公司的业绩有更大的提高，实际上是由于这两种支付方式下资产收购对股权变更后报告业绩的贡献不同所致。

本文的主要局限：

1. 由于受到样本量和可获得数据的限制，只以控股股东变更前一年的业绩来代表控制权转移前的业绩状况，代表性上有所不足。

2. 由于新入主控股股东通常为非上市公司或国有资产管理部門，可获得的公开信息很少，从而无法将并购双方结合，综合考察控制权转移的绩效。本文实际上只是孤立地研究了控制权转移对目标公司业绩的影响。同样的原因，在研究控制权转移方式的决定因素时，也主要集中在考察目标公司的特征对控制权转移方式的影响。

关键词：控制权转移；资产收购；经营业绩

ABSTRACT

The impact of takeover on corporate performance has long been a focus of economics. However, no conclusive results have been reached so far. From the viewpoint of research design, the disagreements have resulted from two main aspects: choice of performance measure and models of abnormal performance. Based on the review of existing literature, the paper compares the three main measures of performance that researchers might consider in studies of performance: market-based performance measure, cash-flow-based performance measure and accounting earnings, and shows that the operating income is more powerful than other performance measures. However, there is always a substantial amount of corporate restructurings following takeovers and they might have significant impacts on performance. As a result, the paper employs the operating income that makes allowances for restructuring proceeds.

The event studies we reviewed usually use one or both of the two different benchmarks to measuring abnormal operating performance: industry median (mean), and matched firms. We employ both of the approaches to investigating the post-takeover performance. We find that the restructuring actions, especially those with the new controlling shareholders, significantly improve the subsequent operating performance. Accounting for restructuring proceeds, the paper suggests that operating performance deteriorates following corporate takeovers relative to industry-median firms. But when using the performance, size and industry matched firms as benchmark, we find no evidence that there is subsequent deterioration of operating performance. Based on mathematical deduction, the paper further indicates that the abnormal operating performance relative to industry median (mean) tells us more about its competitive advantage among its industry members, than the impact of the event. However, using the performance, size and industry matched firms as benchmark, the takeover-induced improvements could be well specified. We also analyze the determinants of

methods of payment in corporate acquisitions (cash versus free transfer). Among other findings, the result shows that the incidence of restructurings is larger following cash acquisition than free transfer.

The main academic contributions of the paper are provided as follows. First, we use the operating income that makes allowances for restructuring proceeds, which is better than those used in previous studies. Second, we find that in Chinese stock market, only the performance-matched firms can be used as benchmark to investigate the takeover-induced improvements, and the generally employed industry median (mean) approach is likely to be biased. Finally, various studies conclude that performance is higher for cash acquisition in Chinese stock market. The paper suggests that the greater performance improvement experienced following cash acquisition is in fact resulted from the different restructuring proceeds between the two methods of payment.

The two main limitations of the paper are also provided as follows. First, due to availability of data, only performance of the year immediately prior to the takeover is used as the pre-takeover performance, which could not perfectly reflect the history of the performance. Second, most of the new controlling shareholders are non-listed state-owned firms or official administrators of state-owned assets, whose public information are very rare, and hence the paper solely explores the impact of takeover on the target firms. Similarly, in the analysis of the exchange medium of acquisition, we mainly focused on the characteristics of the target firms.

Key words: Takeovers; Acquisition; Operating Performance

目 录

| | |
|-----------------------------------|----|
| 引 言 | 1 |
| 第一章 企业控制权及其转移动机的理论分析 | 7 |
| 一、企业的性质：从生产函数到利益相关者契约 | 7 |
| 二、企业契约利益相关者模型下的企业控制权 | 13 |
| 三、企业控制权转移的动因 | 20 |
| 四、本章小结 | 24 |
| 第二章 控制权转移的绩效：文献回顾与评论 | 25 |
| 一、控制权转移的绩效：来自市场价格的证据及其评价 | 25 |
| 二、控制权转移的绩效：来自现金流量的证据及其评价 | 32 |
| 三、控制权转移的绩效：来自会计利润的证据及其评价 | 35 |
| 四、控制权转移中公司业绩的衡量 | 39 |
| 五、本章小结 | 40 |
| 第三章 资产收购与控股股东变更公司的业绩 | 41 |
| 一、样本构成与基本情况描述 | 41 |
| 二、控股股东变更与资产收购 | 43 |
| 三、存在资产收购交易下的控股股东变更公司业绩：衡量方法 | 47 |
| 四、资产收购对控股股东变更公司业绩的影响 | 48 |
| 五、本章小结 | 61 |
| 第四章 控股股东变更与公司业绩变化 | 65 |
| 一、配对调整法与控股股东变更公司业绩的变化 | 65 |
| 二、行业内配对与控股股东变更公司的业绩 | 66 |

| | |
|------------------------------------|------------|
| 三、行业内优先配对与控股股东变更公司的业绩 | 70 |
| 四、行业调整、配对调整与公司业绩：对研究结论的进一步讨论 | 74 |
| 五、本章小结 | 77 |
| 第五章 资产收购、公司业绩与控制权转移方式 | 78 |
| 一、控制权转移方式的制度背景 | 78 |
| 二、文献综述 | 79 |
| 三、变量设定与描述统计 | 83 |
| 四、多元回归结果及其分析 | 89 |
| 五、本章小结 | 92 |
| 参考文献 | 93 |
| 致 谢 | 101 |

Table of Contents

| | |
|---|-----------|
| INTRODUCTION | 1 |
| 1. CORPORATE CONTROL AND ITS TRANSFER | 7 |
| 1.1 Nature of The Firm | 7 |
| 1.2 Corporate Control | 13 |
| 1.3 Incentives of Corporate Takeovers | 20 |
| 1.4 Summary | 24 |
| 2. LITERATURE REVIEW | 25 |
| 2.1 Market-based Studies | 25 |
| 2.2 Cash-flow-based Studies | 32 |
| 2.3 Earnings-based Studies | 35 |
| 2.4 Performance Measure in Studies of Corporate Takeovers | 39 |
| 2.5 Summary | 40 |
| 3. ASSET ACQUISITION | 41 |
| 3.1 Sample Description | 41 |
| 3.2 Asset Acquisition | 43 |
| 3.3 Post-performance Measure | 47 |
| 3.4 Impact of Asset Acquisition | 48 |
| 3.5 Summary | 60 |
| 4. ASSET ACQUISITION | 65 |
| 4.1 Models of Expected Performance | 65 |
| 4.2 Model of Industry Matched Firms | 66 |
| 4.3 Model of Alternatively Matched Firms | 70 |

| | |
|---|------------|
| 4.4 Further Discussion..... | 74 |
| 4.5 Summary..... | 77 |
| 5. EXCHANGE MEDIUM OF CORPORATE TAKEOVERS... | 78 |
| 5.1 Institutional Background..... | 78 |
| 5.2 Literature Review..... | 79 |
| 5.3 Descriptive Analysis..... | 83 |
| 5.4 Regressive Analysis..... | 89 |
| 5.5 Summary..... | 92 |
| 6. BIBLIOGRAPHY..... | 93 |
| 7. ACKNOWLEDGEMENTS..... | 101 |

引 言

控制权转移问题是一个历史性的问题，多年以来一直是经济学家的一个重点课题。总体来看，经济学家关于控制权转移问题的研究，主要有以下三个视角：

1. 从宏观的角度研究控制权转移的发生与宏观经济因素的关系；
2. 立足行业层次研究行业冲击与控制权转移的关系；
3. 立足公司层次研究控制权转移给公司业绩所带来的影响。

本论文旨在研究控制权转移对公司长期业绩的影响。但是，国内外有关控股股东变更对公司业绩影响的文献却尚未形成定论。从实证研究设计的角度来看，导致这些有关控制权转移绩效的实证研究结论之间不一致的主要原因有两个：一是所选用的衡量业绩的指标不同；二是计量控制权转移所引起的超常业绩所采用的方法不同。

目前，衡量业绩的指标主要有三类：股票价格、现金流量和会计利润。以股票价格来衡量并购后的业绩是基于这样一个假设，即股票市场是有效的，但是许多研究表明，即使象美国那样发达的资本市场也不能满足这一假设。尤其有趣的是，长窗口研究发现并购后存在或正或负的超常回报，而这一结论本身对股票市场的有效性提出了质疑。尽管相对于会计利润，经营现金流量可操纵的空间较小，因而更具有可靠性，但是它并不是公司业绩的真实替代，并且受到经营周期，信用政策、企业发展阶段等其他因素的影响，因而它具有一定的不稳定性。会计利润相对于股票价格和现金流量，能够更好地衡量公司的真实经营情况，这已经得到许多实证研究的支持。但是，它尚不能完全反应控制权转移下的公司业绩。我们研究控制权转移的业绩问题，实际上是研究控制权转移以后，公司的经营管理能力和效率是否得到提高，而经营能力的提高最终体现在公司业绩上。但是，由于控制权转移之后往往会

发生很多与关联方与非关联方之间的资产收购等重组活动，这种资产重组收益直接影响了公司的业绩，而这种业绩并不是企业真实经营管理能力和效率的体现。因此，对控制权转移中公司业绩的衡量，本文拟在披露的会计利润的基础上，剔除资产收购等重组活动对公司业绩的贡献，从而使其能够更好地衡量控制权转移对公司业绩的真实影响。

对控制权转移引起的超常经营业绩的计量主要有两种方法：行业调整法和配对调整法。前者以行业中值（或均值）作为参照业绩，后者以配对样本的业绩作为参照业绩，即假设未发生控制权转移事件的情况下，我们期望公司所能达到的业绩。控制权转移使公司获得的超常经营业绩等于公司在控制权转移后各年的实际业绩减去期望业绩。相对来说，行业中值（或均值）法比配对法更为广泛地用于研究控制权转移对公司经营业绩的影响。但是，由于控制权转移前公司的业绩往往并不是随机分布的，因而行业调整法由于不能控制均值逆转（mean-reversion，简称“MR”）对业绩的影响而使在该方法下得出的结论存在偏差。本文将同时采用这两种方法研究控制权转移后的公司业绩，并讨论这两种方法对研究我国资本市场上控制权转移绩效的适用性。

控制权转移方式是控股股东变更特征的重要体现。在西方国家，控制权转移的支付方式主要有现金和股票。国外学者对控制权转移支付方式的研究主要集中于以下两个问题：一是不同的支付方式对股东财富或公司业绩的影响是否不同？二是影响控制权转移支付方式的因素是什么？对于第一个问题，国外实证研究尚未得出一致的结论。对于第二个问题，国外学者提出了许多理论，如投资机会假说、风险分担假说等来解释控制权转移中对支付方式的选择。在我国特有的制度背景下，几乎所有的有偿转让型的控制权转移都是通过现金支付的，在西方并购中常用的股票支付方式在我国证券市场并不常见，而在我国还存在一种特殊的支付方式，即无偿划拨。由于制度背景的不同以及其所导致的支付方式的不同，我们很难套用国外学者提出的有关控制权转移支付方式（现金或股票）的理论来解释我国上市公司对控制权转

移的支付方式（现金或无偿）的选择。目前，国内尚无专门研究我国上市公司控制权转移支付方式的文献。影响我国上市公司控制权转移支付方式的主要因素是本文的研究主题之一。同时，国内一些学者研究了控制权转移的不同支付方式对并购后业绩的影响，结果发现有偿转让公司的业绩比无偿转让公司的业绩有更大的提高。笔者认为，上述研究中关于控股股东变更后公司业绩的改进与转移方式之间的这种相关性可能是一种假相关，真正的影响可能来自与不同转移方式相关联的更为基本的经济因素。本文也将对这一推断进行检验。

全文分五章，各章所研究的基本内容如下：

第一章：企业控制权及其转移动机的理论分析。本章在评述科斯企业理论及其主要发展的基础上，认为企业是股东、经理人员、债权人、供应商、消费者、职工以及社会公众等利益相关者参与的一系列契约的联结，他们将自己所拥有的资源投入到企业，同时相应地拥有企业所有权。企业所有权由索取权（包括固定索取权、变动索取权和剩余索取权）和控制权（包括固定控制权和剩余控制权）构成，即控制权是企业所有权的重要组成部分。由于不同利益相关者的索取权的实现存在着先后秩序，企业控制权具有状态依存特征，它是一个动态过程。股东对企业控制权的转移是控制权转移的核心内容。控制权转移的动因，从企业层面上看有非价值最大化和价值最大化之分；从行业的角度，则是变化的经济条件对行业的冲击。

第二章：控制权转移的绩效：文献回顾与评论。本章在对控制权转移绩效的文献进行分类的基础上，分别对以市场价格、现金流量和会计利润为衡量指标的控制权转移绩效文献进行了评述。笔者认为，就现有文献来看，不仅不同类型的研究没有得出比较一致的结论，而且同类研究也没有得出比较一致的结论，其根本原因在于公司业绩衡量指标的选择。在此基础上，笔者对市场价格、现金流量和会计利润作为公司业绩的衡量指标进行了评价，认为作为公司业绩的替代变量，公司利润相对于市场价格和现金流量来说更为

恰当；但是，在运用会计利润作为公司业绩的替代变量来研究控制权转移的绩效问题时，需要剔除资产收购所产生的影响。

第三章：资产收购与控股股东变更公司的业绩。本章在对研究样本的选择以及基本概况进行描述的基础上，对资产收购这种控股股东变更的随后交易进行了分类描述，并确定了在存在资产收购交易的情况下衡量公司真实业绩的财务指标。在此基础上，本章采用行业调整法研究控股股东变更后公司业绩的变化以及资产收购对公司业绩的影响。研究发现：

1. 所收购资产的贡献对控股股东变更公司的业绩的变化具有显著的正向影响；同时，它对于比较发生与未发生购入资产公司的业绩，同样具有显著的正向影响。

2. 单独考察向控股股东购入资产，向控股股东购入资产的贡献对控股股东变更公司业绩的变化具有显著的正向影响；同时，对于比较发生与未发生向控股股东购入资产公司的业绩，也具有显著的正向影响。

3. 单独考虑向其他方购入资产，向其他方购入资产的贡献对控股股东变更公司业绩的变化只在某个年度具有显著影响，但整体上并没有显著的影响；但它对于比较发生与未发生向其他方购入资产公司的业绩，具有显著的正向影响。

4. 无论是向控股股东购入的资产，还是向其他方购入的资产，或是将二者结合来看，其贡献率在各个单年与平均角度都显著大于 0，并且向控股股东购入资产的贡献都比向其他方购入资产的贡献率要高。

5. 在未扣除购入资产的业绩的情况下，控股股东变更公司的业绩在总体水平上没有发生显著变化，只在变更后的第 3 年显著降低；扣除购入资产的业绩后，控股股东变更公司的业绩在变更后第 2 年和第 3 年业绩都显著下降，并且在总体水平上也显著下降。重要的是，后者是控股股东变更公司业绩变化的真实描述。

6. 就控股股东变更公司的“真实”业绩而言，没有发生与发生向控股股

东或者其他方购入资产的公司的业绩之间几乎没有任何差异。

第四章：控股股东变更与公司业绩变化。本章运用配对调整的方法，对控股股东变更公司的扣除收购资产贡献后的行业调整业绩在总体水平上显著下降的原因进行实证分析，其中，配对样本的选择方法包括行业内配对和行业内优先配对。研究结果表明，控股股东变更公司的配对调整业绩并没有发生显著变化。由此认为，控股股东变更公司的行业调整业绩在控股股东变更之后发生显著下降，其根本原因并不在于控股股东变更，而是由这类公司的均值逆转（MR）所决定的。为进一步明确行业调整与配对调整的联系与区别，本章最后运用数学推导的方式对行业调整与配对调整进行了分析，证明了行业调整可以体现控股股东变更公司业绩在行业中的状况，而配对调整则体现了控股股东变更对公司业绩的真实影响。

第五章：资产收购、公司业绩与控制权转移方式。本章运用实证研究方法对我国上市公司控制权转移方式（有偿转让和无偿转让）进行检验。在检验中，被解释变量为控制权转移方式，解释变量包括公司规模、公司业绩、公司行业特征、资产收购（贡献率）以及控制权转移类型，控制变量包括公司治理以及控制权转移发生的年度。研究结果表明，国家股和国有法人股变更为国家股的，倾向于采用无偿转让方式。无偿转让的公司往往是规模大、业绩处于两个极端（即要么高于行业平均水平，要么亏损的公司）、所处行业的平均总资产营业利润率高于市场中值的公司；国家股、国有法人股和法人股变更为法人股的，以及国家股和国有法人股变更为国有法人股的，更可能采用有偿转让方式。有偿转让的公司往往是规模小、业绩处于中等水平（即低于行业平均水平但大于零）、所处行业的平均总资产营业利润率低于市场中值的公司；同时，有偿转让的公司往往会在控制权发生变更之后更有可能购入资产。本文第四章表明，扣除资产收购行为的影响因素后，控股股东变更后公司的“真实业绩”并没有发生显著变化，显然这意味着控制权转移的支付方式对变更后“真实业绩”的变化没有影响；同时，第三章的研究表明，

发生合并资产收购公司的报告业绩比未发生合并资产收购公司的报告业绩表现出更大的提高。由此笔者认为，一些国内学者关于有偿转让公司的业绩比无偿转让公司的业绩有更大提高的发现，实际上是由于这两种支付方式下资产收购对变更后报告业绩的贡献不同所造成的。

从整体上看，本文综合运用经济学、金融学、会计学理论，采用在规范研究基础上进行实证研究的方法，从多个角度对控股股东变更与公司业绩的关系进行研究。本文的基本思路为：在简要评述现代企业理论发展的基础上，对企业控制权和控制权转移进行理论分析；在对控制权转移绩效的研究文献进行简要回顾的基础上，对衡量公司业绩的方法进行评价；结合控制权转移的固有特点，找出衡量控制权转移绩效的适当方法。笔者依据理论分析结果和业绩衡量方法，运用我国控股股东变更公司的行业调整数据，证明了资产收购对公司业绩有显著的影响，同时，控股股东变更公司的业绩相对于行业水平来说显著下降；而后运用配对调整方法，在扣除资产收购业绩的情况下，对控股股东变更公司业绩下降的原因进行分析。研究结果表明，控股股东变更并不会对公司业绩产生显著影响。论文最后结合公司业绩、资产收购对控制权转移方式进行研究，结果表明，有偿转让的公司往往会在控制权发生变更之后更有可能发生购入资产的行为。

控股股东变更与公司业绩的关系问题，是一个跨学科性的课题。笔者虽然已对此进行了长时间的研究，并完成了本文的写作，但笔者深知，这些研究成果是初步的，纯粹属于探索性的，还有大量的研究工作尚待我们去完成。希望今后能够在师长的指导下，与广大学者一道，对控股股东变更与公司业绩的关系问题进行更为深入和更为全面的研究。

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库